



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A proteção do mercado nas sociedades abertas

Em especial, a tutela dos investidores através do mecanismo de imputação de direitos de voto

Filipa de Sousa Grangeon Cavaleiro

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

A proteção do mercado nas sociedades abertas

Em especial, a tutela dos investidores através do mecanismo de imputação de direitos de voto

Filipa de Sousa Grangeon Cavaleiro

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Direito da Empresa e dos Negócios pela Escola de Direito da Universidade Católica Portuguesa, sob orientação da Senhora Professora Doutora Maria de Fátima Ribeiro

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2017

À minha Avó Alcina.

Agradecimentos

Os meus agradecimentos dirigem-se a todos aqueles que, ao longo desta fase, me proporcionaram as condições necessárias para a elaboração deste trabalho.

Primeiramente, destinam-se à minha família, especialmente, aos meus pais, pelo constante investimento na minha formação e por todo o auxílio prestado nesta fase.

Seguidamente, a todos os meus amigos que, através do seu acompanhamento e das suas palavras encorajadoras, ajudaram a que este percurso não fosse tão solitário. Em destaque, à Ana, pela confiança em mim inculcada e por nunca ter permitido que me desviasse do meu objetivo.

Não esquecendo a Professora Carmo Fernandes, por todo o aconselhamento e disponibilidade.

Por fim, à Professora Maria de Fátima Ribeiro, pelo gosto inculcado pela área do Direito Comercial e, ainda, pelas sugestões realizadas a este trabalho.

Resumo

O tema do presente trabalho relaciona-se com os meios de proteção de que dispõem os investidores em sociedades abertas. Neste sentido, mais do que uma mera enumeração das vias legalmente disponíveis, visa-se a percepção da importância da veiculação da informação entre o ente societário e o mercado.

Tendo em conta a finalidade referida, analisam-se os perigos associados ao investimento numa sociedade aberta e dá-se especial destaque ao artigo 20º do CVM, dado o seu objetivo de dotar de transparência o mercado de capitais.

Conclui-se que, apesar da notória preocupação com uma regulação eficaz da imputação de direitos de voto, o mecanismo vigente comporta, não obstante, situações indesejadas.

Palavras-chave: sociedades abertas; investidores; *corporate governance*; voto; imputação de direitos de voto; OPA.

Abstract

This dissertation's theme is related to the means of protection available to the investors in open societies. In order to that, more than a simple enunciation of the legally available means, the goal is the perception about the importance of an exchange of information between the company and the market.

To achieve that, we will analyse the dangers involved in the investment in an open company, focusing especially in the article 20º of CVM, due to its goal of transparency in capital markets.

We conclude that, although the legislator concern about an effective regulation of voting right imputation, the actual mechanism brings unwanted situations.

Key words: open societies; investors; corporate governance; vote; imputation of voting rights; takeover bid.

Índice

Lista de siglas e abreviaturas.....	8
Introdução	9
1. A necessidade de tutela do mercado nas sociedades abertas	10
1.1. As vicissitudes das sociedades abertas	10
1.2. A <i>corporate governance</i> e a proteção do mercado	13
1.3. Os sócios e a administração da sociedade	17
1.3.1. As vias legais de tutela dos (pequenos) investidores.....	19
1.4. A necessidade de informação do mercado acerca do funcionamento da sociedade..	21
2. O direito de voto como instrumento essencial de influência societária	23
2.1. A especial regulamentação do direito de voto em sociedades abertas	23
2.2. A Diretiva 2017/828.	24
3. O regime de imputação dos direitos de voto do CVM	27
3.1. O artigo 20º do CVM - sua <i>ratio</i>	27
3.2. A obrigação de comunicação de participações qualificadas – suas vertentes.	30
3.2.1. O dever de lançamento de OPA	31
3.3. Análise do regime do artigo 20º	34
3.4. Relação ao artigo <i>sub judice</i> com a proteção do mercado.....	39
Conclusão	41
Bibliografia.....	43

Lista de siglas e abreviaturas

AA.VV.	Autores vários
AMF	Autorité des Marchés Financiers
Art./ Arts.	Artigo/ Artigos
CC	Código Civil
CCom	Código Comercial
Cfr.	Confrontar
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
Cit.	Citada
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Coord.	Coordenação
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
Ed.	Edição
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
LMV	Ley del Mercado de Valores
Nº/ N^{os}	Número/ Números
Ob.	Obra
OPA	Oferta Pública de Aquisição
P./ pp.	Página/ Páginas
RD	Real Decreto
S. / Ss.	Seguinte/ Seguintes
TUF	Testo Unico della Finanza
Vol.	Volume

Introdução

O investidor¹ português, apesar da diminuta informação que possui acerca das operações de financiamento, tende a sobrevalorizar o seu conhecimento quanto aos meios de aplicação de poupanças. É o que nos diz o inquérito publicado no Caderno da CMVM², ressaltando a preocupação com o risco excessivo em que aquele poderá incorrer.

Partindo desta premissa, o trabalho *sub judice* procura analisar se, efetivamente, o investidor numa sociedade de capital aberto encontra proteção. Como é sabido, o investidor não institucional, por paradigma, é dotado de iliteracia financeira pelo que são visíveis e prementes as suas especiais necessidades de proteção.

Com vista a este fim, a sequência do presente trabalho inicia-se com o enquadramento do que é uma sociedade aberta (vulgarmente denominada sociedade cotada), seguindo-se as especificidades atinentes à sua qualidade, por comparação com as demais. Deste modo, inquirimos se, em particular, os sócios minoritários, chamados sócios investidores, encontram a devida proteção legal, tendo em conta os conhecimentos de que dispõem. Prossegue-se com a questão do direito de voto e a sua assumida importância na definição da vida social. Ainda neste ponto, questiona-se se o direito de voto se encontra devidamente regulado e se a recente publicação da Diretiva 2017/828 altera, de alguma maneira, o atual paradigma legal.

De seguida, abordamos o regime de imputação de direitos de voto do CVM, procedendo-se à explicitação da sua *ratio*, bem como a uma análise das alíneas do artigo 20º do referido código. O destaque conferido a este assunto justifica-se, desde logo, pela teleologia da norma de conferir segurança e transparência aos investidores, com o fim de os levar a confiar no regular funcionamento do mercado de capitais.

Por último, justifica-se o propósito do presente trabalho que será, então, o de criticar a metodologia utilizada pelo legislador, de modo a estabelecer relações transparentes no mercado de valores mobiliários.

¹ Por estes se entendem os titulares potenciais ou efetivos de valores mobiliários – cfr. CÂMARA, Paulo (2016) – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª Ed., Coimbra: Almedina, p. 237.

² BRITO, Vera / Margarida ABREU – “Uma nova medida de confiança: Estudo Empírico para Portugal” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009, pp. 37-53. Consult. em www.cmvm.pt.

1. A necessidade de tutela do mercado nas sociedades abertas

1.1. As vicissitudes das sociedades abertas

Da tradicional dicotomia entre sociedades abertas³ e sociedades fechadas resulta que as primeiras são constituídas, paradigmaticamente, por um número amplo e disperso de sócios, os quais são, por regra, alheios aos assuntos da vida da sociedade⁴. As sociedades abertas afiguram-se como um dos maiores emissores de valores mobiliários (as ações), constituindo uma das principais fontes do investimento privado⁵. Ademais, as suas ações possuem, por norma, mercados e sistemas de negociação próprios (arts. 1º e 199º do CVM). Característico destas sociedades é, ainda, o seu modelo de governação, assente numa inflexível separação entre propriedade e controlo.

Por oposição, encontram-se as sociedades fechadas, de base tendencialmente personalista⁶, pressupondo-se, assim, que os subscritores do seu capital social formam um número reduzido. Esta definição justifica-se pela maior dificuldade de saída dos sócios nesta classificação societária, comparativamente à anterior, pelo que se infere que a fungibilidade da posição do sócio é elemento distintivo. Neste sentido, estes poderão estar ligados através de vínculos profissionais, familiares ou de amizade, consubstanciando-se numa participação ativa nos assuntos da sociedade e, por regra, na sua administração⁷. Deste modo, a separação entre controlo e capital nesta última tipologia societária não é comum. Note-se que esta compartimentação não é estanque, dado o escasso número, na realidade empresarial portuguesa, de sociedades anónimas constituídas por capital acionista disperso⁸.

³ A doutrina espanhola distingue, ainda, dentro das sociedades abertas, as sociedades de capital disperso, em que o número de sócios é amplo e o seu interesse contende com a sua carteira de participações e as sociedades abertas *stricto sensu*, que não são parte integrante do mercado secundário organizado – cfr. VIZCAÍNO GARRIDO, Pedro (2015) - *El Interés Social como Fin de la Actividad Gestora de los Administradores de las Sociedades en Crisis: Acreedores frente a Socios* in *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*. Monografia nº 44, 1ª Ed., Pamplona: Editorial Aranzadi, p. 131.

⁴ VIERA GONZÁLEZ, Aristides Jorge (2002) – *Las Sociedades de Capital Cerradas – Un Problema de Relaciones entre los Tipos SA y SRL* in *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*, nº 18. Navarra: Editorial Aranzadi, pp. 38.

⁵ ANTUNES, José Engrácia (2015) – *Direito das Sociedades*. 5ª Ed., Porto: Edição de Autor, p. 153.

⁶ Note-se que as sociedades por quotas constituem sociedades de capitais com estrutura personalista.

⁷ No sistema espanhol, neste âmbito é, ainda, possível destrinçar o conceito de sociedade de capital de base pessoal, o qual é caracterizado pelo reduzido número de sócios, a participação ativa destes na vida societária e, por contraste, a negociabilidade das suas partes sociais em mercado regulamentado próprio. – cfr. VIERA GONZÁLEZ, 2002, p. 40.

⁸ ANTUNES, 2015, pp. 150 e 151.

Efetivamente, as sociedades abertas podem adotar a forma de sociedades anónimas ou de sociedades em comandita por ações⁹. A sua característica, por excelência, é a desconcentração das ações constitutivas do capital social, dizendo-se, deste modo, que o seu capital está aberto ao investimento público¹⁰. A aquisição de tal qualidade opera-se, automaticamente, pela mera verificação de um dos requisitos plasmados no artigo 13º do CVM¹¹. São estes, concretamente, a constituição da sociedade através de oferta pública de subscrição, dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; a emissão de ações ou de outros valores mobiliários que confirmem direito à subscrição ou aquisição de ações que tenham sido objeto de oferta pública de subscrição dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; a emissão de ações ou outros valores mobiliários, que tenham sido ou sejam negociáveis em mercado regulamentado; a emissão de ações alienadas em oferta pública de venda ou de troca em quantidade superior a 10% do capital social, dirigida especificamente a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal; a constituição de sociedade através de cisão ou fusão de sociedade aberta; e, ainda, as sociedades emitentes de ações em que sejam convertidos créditos sobre a insolvência, nos termos do artigo 204º do CIRE¹². Todavia, a ocorrência desses factos encontra-se dependente de deliberação da assembleia geral¹³. As sociedades que satisfaçam um dos requisitos plasmados passarão, assim, a ser regidas pelas normas do CVM e, subsidiariamente, do CSC. Com vista à publicitação da aquisição do estatuto de sociedade aberta, aquelas deverão mencionar a sua qualidade nos atos externos, como se retira da leitura dos artigos 14º do CVM e 171º do CSC. Daqui decorrem, desde já, os especiais deveres de transparência e informação a que estas sociedades estão sujeitas.

Aliado ao vasto número de sócios pelos quais esta sociedade é composta, acresce, ainda, o facto de esta se constituir como uma pessoa jurídica, característica inerente a

⁹ No entanto, a dispersão das ações representativas do seu capital não está tão patente nestas, como sublinha PAULO CÂMARA - cfr. CÂMARA, 2016, p. 518.

¹⁰ ALMEIDA, António Pereira de (2013) - *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados: As Sociedades Comerciais*. Volume I, 7ª Ed., Coimbra: Coimbra Editora, pp. 544 e ss.

¹¹ Já a perda da qualidade desta não se opera de forma automática, a qual é regulada pelo artigo 27º do CVM. Esta dependerá, pois, de um ato administrativo da CMVM e respetiva publicação (29º, nº1 do CVM). Note-se que, tanto a aquisição, como a perda de tal qualidade não dependem da voluntariedade da sociedade- cfr. CÂMARA, 2016, p. 534 e 764 e ss. Cfr., ainda, p. 576, quanto à perda da qualidade em virtude de OPA.

¹² Vide, RIBEIRO, Maria de Fátima (2007) – *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, in AA.VV. - *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 11-29.

¹³ ALMEIDA, 2013, p. 544.

qualquer sociedade comercial. Daqui resulta a titularidade dos seus direitos e obrigações, obtendo, assim, autonomia patrimonial¹⁴, na medida em que a sociedade possui um património distinto do património dos sócios¹⁵. Tratando-se, de igual forma, de sociedades anónimas, representam uma autonomia patrimonial perfeita, na medida em que apenas os bens da sociedade responderão pelas dívidas desta e, de modo inverso, pelas dívidas sociais responde apenas o património da sociedade. A primeira vertente apresentada desta autonomia quer significar que o património social responderá pelas dívidas sociais e que, na sua falta, os sócios não responderão por estas (cfr. artigo 271º do CSC). Pode, deste modo, afirmar-se que os sócios das sociedades de capitais beneficiam do princípio da limitação da responsabilidade¹⁶, o qual é mister para o desenvolvimento económico¹⁷, visto que combate a aversão ao risco dos potenciais investidores na sociedade. Verificada a insuficiência do património social, o risco da atividade societária é exteriorizado para o mercado, isto é, para os credores da sociedade¹⁸. Esta autonomia patrimonial não é, contudo, sempre respeitada, especialmente, nas sociedades abertas, uma vez que a elevada amplitude de sócios acaba por originar maior discricionariedade no poder dos administradores. O controlo menos apertado destes por parte dos acionistas poderá incentivar à prática de atos desconformes ao interesse social, o que causará repercussões negativas no património da sociedade, sendo este a garantia dos credores.

Por seu turno, a personalidade jurídica societária é, frequentemente, utilizada para fins distintos dos que ditaram a sua atribuição. Efetivamente, não raras vezes, o substrato patrimonial da sociedade é utilizado para servir a pessoa dos sócios¹⁹. Desta feita, surgiu uma construção doutrinal denominada desconsideração da personalidade jurídica²⁰.

¹⁴ Cfr. COLUSSI, Vittorio/ Paolo ZATTI (1986) – *Diritto Commerciale*. Padova: Cedam, pp. 121-122.

¹⁵ ANTUNES, 2015, p. 259.

¹⁶ Para COUTINHO DE ABREU, a atribuição da personalidade jurídica às sociedades, traduz-se na justificação para o princípio da limitação da responsabilidade dos sócios. Sendo a sociedade uma pessoa jurídica, será esta, e não um terceiro, a responder pelas suas dívidas - ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2016) – *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*. Volume II, 5ª Ed., Coimbra: Almedina, pp. 162 e 163.

¹⁷ No sentido de que o princípio da limitação da responsabilidade impulsiona o nascimento das sociedades de capitais, vide, VIZCAÍNO GARRIDO, 2015, p. 106.

¹⁸ Da opinião de que se trata de um privilégio do acionista, em desfavor do credor, *idem*, p.111.

¹⁹ ABREU, 2016, p.166.

²⁰ “[...]método ou técnica através do qual o julgador, sem norma legal que expressamente o suporte, afasta a personalidade jurídica de um ente coletivo societário com vista a imputar um determinado efeito jurídico à realidade a ela subjacente”, segundo a definição proposta por ENGRÁCIA ANTUNES - ANTUNES, 2015, p. 224. Já a definição formulada por COUTINHO DE ABREU - ABREU, 2016, pp. 166, refere que esta técnica provem da “[...]derrogação ou não observância da autonomia jurídico-subjectiva e/ou patrimonial das sociedades em face dos respectivos sócios.” Para mais desenvolvimentos,

1.2. A *corporate governance* e a proteção do mercado

Abordada a questão da frequência com que, numa sociedade aberta, ocorre a mudança dos titulares do capital social, surge a preocupação quanto à instabilidade que este facto pode causar na gestão societária, dado o seu curto prazo, por norma, de permanência na sociedade²¹. Desta maneira, torna-se imperiosa a referência aos modelos de governação societária.

O desinteresse dos sócios pela vida da sociedade será a principal causa dos problemas de agência: a prossecução pelos administradores da sociedade dos seus próprios interesses, ao invés dos interesses sociais e dos sócios, a longo prazo²². Verifica-se que a administração da sociedade se encontra confiada, em exclusivo, ao seu órgão de administração, resultando no reduzido controlo da atuação deste. Este facto deve-se, não só à localização geográfica dispersa dos sócios, mas também à reduzida expressão que os sócios detêm numa sociedade em que o capital é fortemente disperso²³, sendo que o combate às assimetrias de informação²⁴ decorrentes no seio da sociedade, poderia dirimir os problemas de agenciamento, sendo os sócios empresários os mais aptos a realizar tal controlo. Deste modo, infere-se o relevo para a sociedade da existência de sócios empresários, dado que estes têm interesse no bom funcionamento, a longo prazo, da sociedade, bem como se realça a importância de atribuir aos sócios de minoria um papel mais ativo nesta.

Decorrente deste pressuposto, inserimos o estudo da problemática da relação de agência. Esta relação remonta a uma teoria de cariz económico e refere-se à situação em que a riqueza de um sujeito (denominado *principal*), se encontra dependente da atuação

vide, RIBEIRO, Maria de Fátima (2009) – *A Tutela dos Credores Sociais e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*. Coimbra: Almedina.

²¹ Desta opinião, cfr. RIBEIRO, Maria de Fátima – “O papel do acionista empresário no governo societário”, in *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier*, n.º especial da Revista Direito e Justiça (2015). Lisboa: UCP Editora, pp. 499- 534, em especial pp. 518 e ss.

²² *Ibidem*.

²³ Note-se, ainda, que esta separação de poderes não é, necessariamente, negativa, dado que é incentivada a aplicação de capitais na sociedade por parte dos investidores, uma vez que não terão preocupações quanto à sua gestão. Por seu turno, é, assim, promovida a repartição do risco económico e, ainda, a reunião massiva de capitais e, por conseguinte, o maior financiamento da sociedade - ANTUNES, 2015, p. 17. Defendendo que a gestão deverá ser assegurada por quem possua competências para o efeito, *vide*, SILVA, Artur Santos e, *et al.* – “Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal” in *IPCG*, 2006, pp. 13 e ss. Consult. em www.cgov.pt.

²⁴ No entendimento de que deve ser prosseguida a garantia do direito à informação dos acionistas, *vide*, VAZ, João Cunha (2013) – *A OPA e o controlo societário: A Regra de Não Frustração*. Tese de Doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais. Coimbra: Edições Almedina, p. 37.

de outrem (o chamado *agent*)²⁵. Daqui se depreende que, nesta relação contratual, existe uma separação entre a qualidade de sócio e a atribuição da competência para a administração da sociedade. Desta separação acresce a suscetibilidade da existência de conflitos de interesses entre os *agents* e os *principals*, pelo que os primeiros tenderão a menosprezar os interesses dos agenciados²⁶, em prol dos seus próprios interesses. Ora, daqui emerge a importância da existência de um controlo à atuação dos *managers*, a fim de evitar estes efeitos nefastos. Deste modo, afirma-se que estas sociedades são o principal palco dos problemas de agência²⁷, tornando-se particularmente difícil assegurar que a gestão da sociedade vá ao encontro dos interesses dos seus investidores.

Para além dos *shareholders*, isto é, os detentores de ações na sociedade, deparamo-nos, crescentemente, com uma série de outros sujeitos que, de algum modo, se encontram vinculados à sociedade, os *stakeholders*, que possuem, naturalmente, interesses legítimos na boa administração desta, a saber: credores²⁸, clientes, trabalhadores fornecedores, entre outros²⁹. Na verdade, de acordo com os princípios da OCDE acerca do governo das sociedades³⁰ relativamente ao papel atribuído aos sujeitos, para além dos *shareholders*, com quem a sociedade estabelece vínculos, poderá ler-se o seguinte:

O enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação

²⁵ “Agency theory analyses economic incentives in situations in which a person (the principal) delegates a task which affects his own welfare to another person (the agent). The principal and agent are assumed to have divergent interests so that the agent cannot be expected to act in the best interests of the principal.” – cfr. O’ SULLIVAN, Mary A. (2000) - *Contests for Corporate Control - Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford: Oxford University Press, p. 293. Cfr., ainda, MAIA, Pedro (2009) – *Voto e Corporate Governance Um novo paradigma para a sociedade anónima*. s.n. Tese de doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais. Coimbra. Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, p. 774.

²⁶ Para PEDRO MAIA, os *shareholders* serão os principais interessados numa atuação conforme o interesse social, uma vez que serão estes, em última linha, a suportar os custos económicos, posteriormente aos credores, trabalhadores e clientes da sociedade – MAIA, 2009, p.794, nota 1230.

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ Estes são apontados por LUÍS BRITO CORREIA como aqueles que assegurarão a gestão estável da sociedade, de modo a que a garantia patrimonial dos seus créditos não sofra diminuições patrimoniais - CORREIA, Luís Brito (1993) - *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, p. 705.

²⁹ Neste entendimento, A. GALLEGÓ CÓRCOLES, pondera se, numa versão atual do interesse societário, deverão estar abrangidos os sujeitos com esta relacionados. Aliás, para este autor, a satisfação dos interesses dos credores traduzem-se num incremento na criação de valor da participação dos sócios – cfr. GALLEGÓ CÓRCOLES, Áscensión (2013) – *La Intervención de la Junta General de Accionistas ante la Formulación de Acciones* in *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 39. 1ª Ed., Pamplona: Aranzadi, pp. 63 e ss.

³⁰ Cfr. “Os Princípios da OCDE sobre o governo das Sociedades”, 2004, p. 21. Consult. em www.oecd.org.

activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.

Dada a natureza plural das sociedades de capitais, somada ao próprio interesse dos administradores, igualmente se multiplicarão os interesses em conflito³¹, daí que MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO afirme que se verifica uma “crise de confiança³²” em relação à orientação dos interesses que os administradores prosseguem.

O cerne desta questão residirá, pois, em garantir que a atuação dos *managers* terá em vista o interesse social³³, ao invés da cedência aos seus próprios interesses. Como solução para estes problemas de agência, foi sugerida a remuneração dos administradores com base no seu desempenho. O objetivo desta medida seria o de igualar o risco em que incorrem os sócios com o dos administradores, na medida em que estes últimos seriam remunerados de acordo com os resultados alcançados³⁴. Para que seja garantida a atuação dos administradores com a máxima eficiência, as medidas tal como o sistema de remunerações criarão custos de agência. A teleologia desse sistema é a assunção de que “a teoria da agência assenta numa visão económica das motivações do comportamento humano[...]mediante estímulos económicos³⁵”. Nesta senda, com a pretensão de alinhamento dos ganhos dos acionistas com o dos agentes, pretendeu-se que estes administrassem a sociedade com a assunção de um risco próprio. Todavia, a implementação de um sistema de incentivos poderá levar a que os membros do órgão de administração omitam a precária situação económica da empresa, cujo objetivo é fazer valer a sua remuneração³⁶. De igual forma, repare-se que os ganhos dos acionistas não são valores limitados, pelos que os *managers* poderão incorrer em lucros exorbitantes³⁷. Por último, o facto de os administradores também incorrerem em risco poderá retrai-los na gestão da sociedade e este comportamento não é o mais desejável para a administração da sociedade³⁸, uma vez que a sua atuação deve ter sempre

³¹ VIZCAÍNO GARRIDO, 2015, p. 162. E, ainda, CÂMARA, 2016, p. 531.

³² RIBEIRO, 2009, p. 23. Para LUÍS BRITO CORREIA, este resume-se à proteção e desenvolvimento do património social - cfr. CORREIA, 1993, p. 699.

³³ No entendimento de que o interesse social deve pautar toda a conduta do administrador, *vide*, VIZCAÍNO GARRIDO, 2015, p. 159.

³⁴ MAIA, 2009, p. 814.

³⁵ *Idem*, pp. 871 e 872.

³⁶ Assim, RIBEIRO, Maria de Fátima (2013) – “Os Modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remuneração” in José Costa Pinto (Coord.) *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal: Volume Comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance*. Coimbra: Almedina, pp. 54.

³⁷ MAIA 2009, p. 874.

³⁸ *Idem*, pp. 876 e 877.

presente a assunção de que o risco é um elemento necessário na tomada de decisões de gestão, não se pretendendo, de modo algum, eliminá-lo.

Os problemas propiciados por estas relações de agência foram a base da orientação da *corporate governance* ou governação das sociedades, enquanto modelo de criação de valor para os acionistas e, igualmente, de restauração da confiança dos investidores nas grandes sociedades³⁹. Seguindo a conceção de KLAUS HOPT⁴⁰, o governo das sociedades deverá visar, por um lado, uma vertente interna, relativa à organização e funcionamento destas e, concomitantemente, proceder a um controlo relativo às relações da sociedade estabelecidas entre a administração e os *stakeholders*.

O artigo 64º do CSC é referido como a norma legitimadora do dever de prossecução do interesse social. Na verdade, relativamente a este artigo coexistem duas correntes: uma institucionalista que define o interesse social não só como meio de prossecução dos interesses dos sócios, mas, igualmente, do alcance da produtividade da empresa; e outra contratualista que direciona o interesse social para com o interesse comum dos sócios⁴¹. Verificamos que a última teoria é a tendencialmente seguida pela doutrina portuguesa⁴². Todavia, há doutrina que defende, de forma cada vez mais premente, que esse interesse não se limita apenas ao do ente societário, aos dos seus sócios ou aos dos trabalhadores, mas antes compreende a aglomeração de todas as partes interessadas⁴³.

Neste âmbito, sobre os administradores impendem deveres de cuidado e de lealdade. De acordo com a primeira vertente, estes deverão pautar a sua conduta de acordo com critérios de prudência, tendo como base uma relação de fidúcia. Já a consagração dos deveres de lealdade destina-se a orientar a atuação do órgão de administração, dada a circunstância de conflitos de interesse que possam existir. Da leitura do preceito do artigo 64º, nº1, b) do CSC, retira-se que os interesses dos chamados *stakeholders* deverão pesar nas decisões de gestão da sociedade.

³⁹ Cfr. DIAS, Gabriela Figueiredo (2014) – “Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance: o terceiro poder)” in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 360-383, em especial pp. 360-361 e, ainda; RIBEIRO, 2009, p. 23.

⁴⁰ Cfr. KLAUS HOPT (2002) “*Common Principles of Corporate Governance in Europe*” in McCAHERY/ MOERLAND/ RAAIJMAKERS/RENNEBOOG (org.) *Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity*, Oxford University Press, pp. 175-204 (176) cit. por VAZ, 2013, p. 24, nota 6.

⁴¹ Cfr. RIBEIRO, 2009, p. 538.

⁴² *Ibidem*.

⁴³ GOMES, Fátima (2007) – “Reflexões em torno dos deveres fundamentais dos membros dos órgãos de gestão (e fiscalização) das sociedades comerciais à luz da nova redacção do artigo 64º do CSC” in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*. Vol. II, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, pp. 551- 569.

A adesão às normas de *corporate governance* é de cariz voluntário e permite a recuperação da confiança nos mercados. Merece destaque o “Código de Governo das Sociedades da CMVM”, constituído por boas práticas de governação societária, como recomendações, fundamentalmente dirigidas às sociedades anónimas cotadas, de carácter voluntário ou autorregulatório (modelo *comply or explain*⁴⁴); e, ainda, o Código do IPGC⁴⁵. Dos principais parâmetros pelos quais se regem estas recomendações, sobressaem os deveres de divulgação de informação ao mercado.

1.3. Os sócios e a administração da sociedade

No âmbito societário, em particular, de sociedades abertas, encontram-se os mais variados tipos de sócios, sendo possível proceder à destrição entre sócios empresários⁴⁶ e sócios investidores⁴⁷. Neste sentido, os primeiros serão titulares de uma maior ou menor percentagem do capital social e possuem, à partida, interesse em intervir na administração da sociedade⁴⁸. Por seu turno, a segunda designação refere-se aos detentores de uma inexpressiva participação social, os quais apenas procuram a maximização do seu investimento a curto prazo, sem qualquer pretensão de participar na vida societária. Paralelamente, encontram-se, ainda, os investidores institucionais⁴⁹, distintos dos sócios individuais, os quais exercem a função de intermediação dos pequenos acionistas. Considera-se que esta categoria de investidores possui experiência,

⁴⁴ Efetivamente, assim estatui o artigo 1º, nº3 do Regulamento nº 4/2013 da CMVM: “Os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações previstas no código de governo das sociedades adotado em termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitam uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação.”

⁴⁵ A legislação societária nacional não contém referência expressa ao governo cooperativo, contrariamente à Ley del Mercado de Valores espanhola, que dedica o artigo 185º a estas matérias.

⁴⁶ Também sócios de maioria, cujos interesses contendem com o crescimento da sociedade, nomeadamente através de fusões e aquisições – vide, ALMEIDA, António Pereira de (2002) – “Estrutura organizatória das sociedades” in AA.VV. - *Problemas do Direito das Sociedades*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Coimbra: Almedina, p. 104.

⁴⁷ Podem ser designados de sócios financeiros ou de minoria, dado o seu interesse coincidir na valorização das suas participações e maximização dos seus dividendos – *Ibidem*.

⁴⁸ Vide, RIBEIRO, 2009 e, também, VIERA GONZÁLEZ, 2002, p. 63. Quanto à dificuldade em rotular a qualidade de sócio empresário, vide, MAIA, Pedro (2002) – *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*. Boletim da Faculdade de Direito Universidade de Coimbra. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 43 e 44, nota 61. O autor considera que a sua distinção quanto aos sócios puramente investidores não é estanque, pois é errado dizer que os primeiros não pretendem, igualmente, comungar dos lucros sociais.

⁴⁹ O artigo 30º, nº1 do CVM contém uma enumeração taxativa de investidores qualificados. Desta qualificação decorre que estes possuem conhecimentos e experiência superiores aos investidores não institucionais – cfr. ALEXANDRE, Isabel (2004) – “Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum”, in *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume V. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 9-27.

informação e conhecimento consideráveis, que originarão uma menor proteção conferida pelo legislador. Note-se que estes investidores, apesar de, normalmente, surgirem em número maioritário na sociedade, os seus objetivos podem não se prender com a aquisição do controlo, por comparação com os sócios maioritários. Pelo contrário, os objetivos de investimento na sociedade tenderão a relacionar-se com a maximização do investimento por conta dos quais atuam.

Como se sabe, é aos sócios que compete a designação dos membros do órgão de administração da sociedade, conforme resulta do artigo 386º, nº2 do CSC, bem como a respetiva destituição. Segundo MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO⁵⁰, a própria composição colegial⁵¹ do órgão de administração assenta no facto de assegurar a representação dos diversos interesses dos acionistas empresários. Acresce a dúvida acerca da compatibilidade do artigo 373º, nº 3 do CSC, o qual apenas autoriza os sócios a tomarem deliberações acerca da gestão da sociedade, na medida em que o órgão de administração o requeira, com a norma do artigo 405º, que indica que o conselho de administração se deve subordinar aos interesses dos acionistas. A solução a consagrar passará por atribuir um carácter vinculativo às deliberações dos sócios solicitadas pelo conselho de administração, sempre que tal esteja fixado no pacto social⁵². Naturalmente, quanto maior a presença no quotidiano da sociedade, mais informações possuirão os sócios, situação que permitirá o acesso a tomada de decisões mais esclarecidas quanto à sua organização⁵³. Por acréscimo, quanto maior tiver sido o investimento realizado pelos acionistas na sociedade, maiores esforços no sentido de uma gestão cuidada da sociedade serão feitos. Embora a afirmação não seja dogmática, são os grandes acionistas quem possui mais interesse no acompanhamento próximo da atuação do órgão de administração, pelo que o controlo das funções deste órgão é, normalmente, por eles realizado, dado o maior interesse que possuem relativamente ao bom funcionamento social, por comparação com o órgão de fiscalização, que é um terceiro em relação à sociedade⁵⁴. No entanto, a sociedade terá todo o interesse em captar os pequenos investidores, pois embora estes apenas ambicionem a maximização dos seus dividendos e, por regra, se mostrem indiferentes aos destinos da sociedade, o fim social

⁵⁰ RIBEIRO, 2015, p. 508.

⁵¹ Não se verificará aquando da existência de um administrador único, desde que o capital social não exceda 200000 € - cfr. art. 390º, nº2 do CSC.

⁵² RIBEIRO, 2015, pp. 514 e ss.

⁵³ *Idem*, p. 520; MAIA, 2002, pp. 43-44.

⁵⁴ Segundo PEDRO MAIA, os sócios empresários não tenderão a encarar a sua participação societária como um mero investimento, mas como uma estratégia empresarial – MAIA, 2002, pp. 43-44.

será o lucro (artigo 6º do CSC) e, assim, o financiamento constitui-se uma condição necessária para o alcançar. Neste sentido, terá que ser garantido a este tipo de sócios a possibilidade de uma representação mais acentuada na sociedade. Inevitavelmente, tal não se contende com os objetivos dos sócios empresários, sendo que os conflitos de interesses entre os sócios poderão desencadear alguma instabilidade na gestão da sociedade⁵⁵.

Por último, repare-se que a íntima relação que se estabelece entre acionistas empresários e a gestão da sociedade reflete-se no menosprezo dos interesses dos *stakeholders*, dos quais fazem parte os acionistas investidores. Emerge, deste modo, a dúvida acerca da devida tutela destes investidores neste tipo societário.

1.3.1. As vias legais de tutela dos (pequenos) investidores

Pelo que foi exposto, pode considerar-se que, em certos casos, a atuação dos acionistas empresários reveste a forma da atuação de um administrador de facto⁵⁶. Por outras palavras, a expressão refere-se ao sujeito que “[...] sem ocupar formalmente o cargo de administrador por efeito de uma designação (ainda que a sua nomeação esteja afetada por algum vício ou irregularidade), exerce de modo efetivo as funções de administração⁵⁷”. Esta equiparação do sócio empresário a um administrador de facto é, contudo, de difícil prova, sendo necessário o preenchimento cumulativo dos requisitos exigíveis para a sua qualificação como tal, bem como dos respeitantes à sua responsabilidade enquanto administrador de direito. Em concreto, exige-se que o administrador de facto tenha autonomia e possa influenciar o verdadeiro gerente ou administrador⁵⁸. Deste modo, os investidores minoritários que sintam a sua posição social prejudicada, poderão lançar mão do mecanismo do artigo 72º do CSC, o qual prevê a responsabilização dos administradores quando a sua conduta seja suscetível de causar danos à sociedade, devendo a mesma ser intentada contra os administradores de facto e de direito. Entendemos ser este artigo aplicável ao administrador de facto, por

⁵⁵ RIBEIRO, 2015, p. 518 e, ainda, MAIA, 2002, pp. 43 e 44, nota 61.

⁵⁶ Igualmente, na literatura espanhola, encontramos várias referências ao administrador de facto como “[...]un sujeto que ejerce labores de gestión sin tener la cobertura formal que el nombramiento proporciona...” - LATORRE CHINER, Nuria (2003) – *El Administrador de Hecho en las Sociedades de Capital*. Colección Estudios de Derecho Mercantil. Granada: Editorial Comares, p. 150.

⁵⁷ Cfr. COSTA, Ricardo (2014) – *Os Administradores de facto das Sociedades Comerciais*. Tese de doutoramento em ciências jurídico-empresariais na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra, Almedina, pp. 243 e ss.

⁵⁸ Para RICARDO COSTA, os administradores de facto servem-se da interposta pessoa do administrador de direito, impondo instruções, as quais implicam uma “expectativa de obediência” – cfr. *supra*, p. 653.

força do artigo 80º do CSC⁵⁹, dada a sua referência a todo aquele que administre, de facto, a sociedade, sem assumir a titularidade do órgão de administração⁶⁰.

De igual modo, sempre que os administradores violem os seus deveres para com a sociedade e esta, por inércia, não exerça o seu direito de intentar ação social contra eles, nos termos do artigo 72º do CSC (a chamada ação *ut universi*), poderão os sócios minoritários lançar mão desta via. A ação exercida por uma minoria de sócios contra a sociedade (ação *ut universi*) possui cariz subsidiário, visto que o direito que se pretende ver ressarcido com a propositura da ação será o social, ou seja, da viabilidade desta ação resultará o ressarcimento do património social. Esta possibilidade tem fundamento legal no artigo 77º, nº1, do CSC e a sua propositura é legitimada para os detentores de, pelo menos, 5% do capital social. Ressalvamos, no âmbito das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado⁶¹, que esta é admissível para os detentores de, apenas 2% do capital e já não de 5%, como exigido para os restantes tipos societários. Esta possibilidade constitui, assim um direito de minoria qualificada, pelo facto de ter que estar reunida uma quota minoritária de capital social⁶².

Por fim, interessa referir a hipótese de anulabilidade da deliberação tomada, de forma abusiva, em Assembleia Geral, conforme preceitua o artigo 58º, nº1, b) do CSC⁶³. Deste modo, quando os sócios tenham votado de forma abusiva para conseguir vantagens especiais para si ou para terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios, tal deliberação poderá vir a ser considerada anulável. Se se verificar esta ocorrência, será necessário passar o chamado teste de resistência, isto é, a deliberação será convalidada se se provar que esta teria sido aprovada mesmo sem a existência daquele voto abusivo. Ademais, para além de o voto efetivamente atentar contra o interesse dos outros sócios, terá, de igual modo, de desrespeitar o interesse social, nomeadamente através da violação do dever de lealdade⁶⁴. Quer isto significar que se a deliberação foi tomada de acordo com o fim (art. 6º do CSC) e interesse da sociedade, não é passível de anulação.

⁵⁹ Note-se que, no ordenamento espanhol, a responsabilidade dos administradores perante a sociedade, sócios e credores encontra-se regulada no artigo 236º, nº1, da Ley de Sociedades de Capital. A sua especificidade, por comparação com a lei nacional, é a expressa referência à figura do administrador de facto, no nº3 deste artigo, entendendo-se aqueles que, com ou sem título, exercem as funções que incumbem a um administrador de direito. Por força do nº3 deste preceito, os administradores não formais serão, nos mesmos termos, responsabilizados quando ajam com dolo ou culpa.

⁶⁰ RIBEIRO, 2009, p. 468.

⁶¹ Constituem sociedades abertas, por força do artigo 13º, nº1, c) do CVM.

⁶² TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*. Coimbra: Coimbra Editora, p. 444.

⁶³ RIBEIRO, 2009, pp. 558 e ss.; RIBEIRO, 2015, pp. 527 e ss.

⁶⁴ RIBEIRO, 2015, p. 561.

Caso contrário, os sócios que contribuíram para que tal deliberação fosse tomada através do seu voto abusivo, responderão perante a sociedade e os outros sócios, através do ressarcimento do património social, de acordo com o artigo 58º, nº3 do CSC. Se a sociedade ou os sócios não exercerem os seus direitos, poderão os credores sociais subrogar-se-lhe, estabelecendo-se um paralelismo legal com a figura do artigo 78º, nº2 do CSC, exigindo que a indemnização seja paga à sociedade⁶⁵.

Verificamos, portanto, como a lei societária consagra vários mecanismos de proteção dos sócios ditos minoritários enquanto investidores societários, bem como dos credores sociais.

1.4. A necessidade de informação do mercado acerca do funcionamento da sociedade

Nas palavras de PAULA COSTA E SILVA⁶⁶, as sociedades abertas necessitam de um regime adequado à proteção e estimulação de captação de poupanças. Tal se deve à existência de um capital aberto disperso, o que trará preocupações no que concerne à veiculação de segurança, transparência e informação. Desde logo, a qualidade da informação prestada é objeto de preceito no CVM, mais concretamente, no seu artigo 7º, que estipula que a mesma se deve revelar completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita⁶⁷. A exigência destes critérios espelha a preocupação com a formação de uma vontade esclarecida por parte dos potenciais investidores na sociedade⁶⁸. Por conseguinte, a violação dos deveres plasmados no referido artigo 7º constitui uma contraordenação muito grave, de acordo com o artigo 389º do CVM.

De igual modo, encontra-se instituído no artigo 15º do CVM o princípio de igualdade de tratamento dos acionistas, cuja primeira manifestação será no âmbito do acesso à informação. De facto, com vista a captar o investimento na sociedade, torna-se necessária a disponibilização da informação aos potenciais investidores, designadamente a existência de participações relevantes. A transparência no seio do mercado de capitais constitui, efetivamente, um pilar do bom governo corporativo,

⁶⁵ *Idem*, pp. 576 e ss.

⁶⁶ SILVA, Paula Costa e (2008) - “*Sociedade Aberta, domínio e influência dominante*”, in *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume VIII, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 541- 571, em especial, p. 546.

⁶⁷ *Vide*, contudo, o Acórdão da 9ª Secção do Tribunal da Relação de Lisboa – Processo 2140/08-9, de 30/10/2008, o qual preceitua que estes requisitos não são cumulativos, bastando que a informação providenciada seja clara.

⁶⁸ CÂMARA, 2016, pp. 708 e 709.

favorecendo a correta formação da vontade do investidor⁶⁹. Constituem objeto de supervisão da CMVM, com fundamento legal no artigo 358º do CVM:

a) [a] proteção dos investidores; b) [a] eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados de instrumentos financeiros; c) [o] controlo da informação; d) [a] prevenção do risco sistémico; e) [a] prevenção e repressão das atuações contrárias a lei ou regulamento; f) [a] independência perante quaisquer entidades sujeitas ou não à sua supervisão.

Da leitura destes preceitos do CVM, concluímos que os valores defendidos visam a tutela, em primeira linha, do próprio mercado, em virtude da assimetria de informação existente⁷⁰. Poderá, assim, afirmar-se que as regras que concernem à informação acerca da sociedade procuram a proteção, não só dos investidores, mas também, do mercado e, simultaneamente, evitar a prática de ilícitos⁷¹. Conforme ilustra A. BARRETO MENEZES CORDEIRO⁷², “[...]quanto mais informação for colocada à disposição dos mercados, menor será o risco incorrido pelos investidores”.

⁶⁹ VIZCAÍNO GARRIDO, p. 187.

⁷⁰ FERREIRA, Eduardo Paz (2001) – “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários” in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume III. Coimbra Editora, pp. 137-159, em especial, p. 140.

⁷¹ CÂMARA, 2016, p. 685.

⁷² CORDEIRO, A. Barreto Menezes Cordeiro (2015) – *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume I, Coimbra: Almedina, p. 275.

2. O direito de voto como instrumento essencial de influência societária

O direito de voto constitui um dos principais direitos atribuídos aos detentores de uma participação social, pela possibilidade que lhes dá de interferirem na vida da sociedade⁷³. Este direito⁷⁴ consiste na faculdade atribuída aos sócios de participarem nas deliberações tomadas em Assembleia Geral, expressando o sentido da sua vontade⁷⁵ e através dele, é-lhes atribuído o poder de designar e destituir os membros do órgão de administração, revelando-se, por este motivo, uma das maiores ferramentas ao dispor dos sócios para exercer o seu poder no seio da sociedade. Neste sentido, a posse de ações que confirmam o direito de voto configura um meio eficaz de exercer influência sobre a sociedade, sendo que, estando perante uma sociedade aberta, não é necessário possuir uma grande percentagem do capital da sociedade para a dominar⁷⁶. Este direito, um dos mais importantes dos sócios, pelo poder que lhes confere, é, portanto, digno de especiais necessidades de regulação.

2.1. A especial regulamentação do direito de voto em sociedades abertas

A necessidade de incentivo ao exercício dos direitos de voto, em particular, nas sociedades abertas, originou a admissão do chamado “voto por correspondência”, isto é, a emissão do voto fora da assembleia, através da utilização de meios telemáticos. Esta via permite facilitar o efetivo exercício do direito de voto, bem como o ativismo dos acionistas, sem a necessidade da sua presença física⁷⁷.

⁷³ Vide, SILVA, Paula Costa e (2005) – *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*. Lisboa:,s.n., pp. 262 e ss.

⁷⁴ Regulado, genericamente, no artigo 21º, nº1, b) do CSC, como uma das manifestações do direito de participar nas deliberações de sócios e, mais expressamente, no artigo 55º, nº3, b) do CVM. A cada ação corresponderá um voto (art. 384º, nº1 do CSC), existindo, ainda, ações que não conferem nenhum direito de voto (as ações preferenciais sem voto, art. 341º do CSC). O contrato social, por sua vez, poderá limitar a um direito de voto certo número de ações (384º, nº2 do CSC). Para as sociedades abertas, a regulamentação específica encontra-se no artigo 23º- C do CVM.

⁷⁵ Segundo ARMANDO TRIUNFANTE, “é o poder que qualquer sócio tem de participar na tomada de deliberações sociais, através da emissão de votos.” – cfr. TRIUNFANTE, 2004, p. 96.

⁷⁶ Segundo PAULA COSTA E SILVA, “[...]dir-se-á que domina a sociedade aberta quem dominar o exercício dos direitos de voto conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade.” – cfr. SILVA, Paula Costa e (2004) – “Domínio da Sociedade Aberta e respectivos efeitos” in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume V. Coimbra: Coimbra Editora, p. 334.

⁷⁷ MAIA, 2009, p. 1029.

Esta forma de voto poderá constituir, ainda, um meio de redução dos custos de agência⁷⁸. De facto, deparamo-nos, nas sociedades em análise, com um elevado grau de abstencionismo dos sócios, acabando a administração por decidir os destinos da sociedade, dada a inércia dos primeiros⁷⁹. Através deste meio de facilitação à participação societária, haverá menor propensão para a prossecução dos interesses dos *agents*.

Realce-se que esta modalidade constitui uma fuga ao princípio da tipicidade das formas de deliberação expressas no artigo 53º, nº1 do CSC⁸⁰. O incentivo à participação dos titulares de pequenas percentagens do capital na sociedade, consagrado no nº9 do artigo 384º do CSC, refere a possibilidade do exercício do direito de voto por correspondência, daí que do estatuto das sociedades anónimas deverá constar uma disposição sobre o seu exercício. Por seu turno, para as sociedades abertas, segundo o artigo 22º, nº2 do CVM, não pode ser afastada a possibilidade de votar por correspondência quanto às matérias da alteração do contrato de sociedade e de designação para os corpos sociais⁸¹.

2.2. A Diretiva 2017/828.

O incentivo ao exercício dos direitos dos acionistas é o objetivo almejado com a publicação da Diretiva 2017/ 828⁸², sucessora da 2007/36/CE⁸³. A diretiva alterada regulamenta o exercício de certos direitos dos acionistas das sociedades cotadas. Da análise dos seus considerandos, em específico do número 3, podemos aferir da política de incentivo ao exercício dos direitos de voto atribuídos aos acionistas, que lhes permita realizar uma participação ativa na sociedade. O controlo eficaz relativo à efetiva realização desses direitos é considerado indispensável ao bom governo das sociedades. Neste sentido, a utilização de meios alternativos ao voto tradicionalmente emitido em Assembleia Geral, designadamente, a possibilidade do voto exercido através de procuração, tem vindo a ser desburocratizados, maximizando as possibilidades de

⁷⁸ Conclusão de PEDRO MAIA - *Idem*, pp. 1051 e ss.

⁷⁹ CÂMARA, 2016, p. 558.

⁸⁰ Cfr. SANTOS, Gonçalo Castilho dos (2000) – “O voto por correspondência nas sociedades abertas”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, p. 157. Consult. em www.cmvm.pt.

⁸¹ *Vide*, igualmente, a este propósito, as Recomendações da CMVM relativas ao exercício do voto por correspondência nas sociedades abertas. Consult. em www.cmvm.pt.

⁸² Diretiva 2017/828, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017. Todas as diretivas mencionadas poderão ser consultadas em www.eur-lex.europa.eu.

⁸³ Diretiva 2007/36/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de julho de 2007.

exercício de direito de voto⁸⁴, como vem a consagrar o artigo 3.º - C já da presente Diretiva.

A recente Diretiva, obedecendo ao intuito de proporcionar um crescente incentivo ao envolvimento dos acionistas a longo prazo, assim como a um aumento da transparência no seio das relações ocorridas entre a sociedade e os investidores, vem estabelecer certos requisitos para o exercício dos direitos de voto dos sócios. Partindo da premissa de que existe uma cadeia complexa de intermediários entre a sociedade e os seus acionistas, a identificação destes encontra-se dificultada. Por conseguinte, há que atenuar as barreiras impeditivas do estabelecimento de relações de comunicação entre ambas as partes.

Da leitura do considerando 4, retiramos a especial necessidade da identificação de quem detém as ações aquando da utilização do voto por correspondência. Neste sentido, MANUEL REQUICHA FERREIRA refere que o propósito da identificação clara dos acionistas da sociedade cotada será o de “[...]proteger os investidores e a transparência e assim fortalecer a confiança no mercado de capitais para, desse modo, promover a eficiência desse mercado⁸⁵”. No caso do recurso a um intermediário para o exercício do direito de voto do acionista, ressalva-se a finalidade de eficaz transmissão da comunicação ao acionista, bem como a garantia de que o seu direito será exercido mediante a sua autorização expressa e em seu benefício⁸⁶. Ao assegurar a maior transparência quanto ao mecanismo de voto por correspondência, o acionista terá a confirmação da receção do seu voto e, ainda, a discriminação de todos os encargos dos seus investimentos realizados nas sociedades de toda a União Europeia. Quanto ao aspeto da autenticidade do voto por correspondência, encontramos já vestígios da sua preocupação espelhados no CVM⁸⁷, como são exemplos os artigos 22º, nº4 e o 390º, nº2, b). Nestes dois preceitos estabelece-se, respetivamente, o dever de verificação da autenticidade do voto e a informação que essa omissão constitui uma contraordenação grave.

Com o fim de ajustar a gestão da sociedade aos interesses de todas as partes com quem esta estabelece vínculos contratuais, vem esta diretiva, ainda, destacar a importância de que a política de remuneração das sociedades seja adequadamente

⁸⁴ Cfr. considerando 10 da Diretiva 2007/36/CE.

⁸⁵ FERREIRA, Manuel Requicha (2015) – *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*. Coimbra: Almedina, p. 329.

⁸⁶ Cfr. considerandos 8 e 9 da Diretiva 2017/828.

⁸⁷ Neste sentido, SANTOS, 2000, p. 147.

definida e que os acionistas tenham voz quanto à mesma, e, consequentemente, que as suas remunerações sejam reveladas. Patente que está a crucialidade para uma gestão sã da sociedade em que os administradores se sintam incentivados para tal, esta diretriz permitirá, também, a existência de uma avaliação do desempenho dos administradores⁸⁸.

Todas estas medidas terão, como última *ratio* um envolvimento efetivo e sustentável dos detentores de ações⁸⁹, tendo em vista um melhoramento do desempenho da sociedade a longo prazo, o que trará benefícios a todas as partes interessadas.

Analisada a importância do direito de voto para a detenção de influência quanto aos assuntos societários, realçamos o direito à informação⁹⁰, cuja finalidade é o exercício esclarecido, conferido quer aos sócios, quer ao mercado em geral, o qual deve ser considerado como um meio auxiliar para obtenção daquele fim. Neste sentido, como foi aferido da preocupação atinente à publicação da Diretiva em estudo, a identificação exata dos acionistas da sociedade e a divulgação aos *stakeholders*, tornam-se cruciais para um eficaz funcionamento do mercado de capitais. Por este motivo, de seguida, analisaremos a via de que se socorreu o legislador nacional, de forma a evitar que a titularidade dos direitos de voto na sociedade de capitais fosse omitida, favorecendo, portanto, a transparência no âmbito das sociedades constituídas por capital disperso.

⁸⁸ Cfr. considerandos 28-34 da Diretiva 2017/828.

⁸⁹ Cfr. considerando 14 da Diretiva 2017/828.

⁹⁰ Com vista ao desenvolvimento deste direito dos sócios, *vide*, CUNHA, Paulo Olavo (2016) – *Direito das Sociedades Comerciais*. 6ª Ed., Coimbra: Almedina, pp. 373 e ss.

3. O regime de imputação dos direitos de voto do CVM

3.1. O artigo 20º do CVM - sua *ratio*

Na verdade, tem-se verificado que nem sempre quem possui controlo sobre o ente societário detém qualquer participação na sociedade, proliferando mecanismos de domínio das mesmas, sem a titularidade de qualquer ação social⁹¹. Atente-se à circunstância de os investidores conseguirem influenciar uma percentagem de votos maior do que a efetivamente detida, pelo que esses votos, não formalmente detidos, sobre os quais exercem influência, deverão ser considerados na titularidade de votos desse sócio. Mais explicitamente, estamos perante a figura da titularidade indireta⁹², uma vez que, por exemplo, através da nomeação de titulares de órgãos sociais, torna-se provável a existência de um certo controlo de uma pessoa sobre outra, sem que haja uma titularidade direta de participação social. Deste modo, a titularidade formal de um direito de voto deixa de ser indício de influência na sociedade, passando a titularidade material ou indireta dos direitos de voto a surgir em consideração, sempre que o legislador se refere à titularidade de direitos de voto. Tal tem-se conseguido, designadamente, através da influência de uma pessoa jurídica sobre outra⁹³, a concertação entre várias pessoas, ou a celebração de acordos parassociais, entre outros

O ordenamento jurídico português procedeu à transposição, ainda que não fiel, do artigo 7º da Diretiva nº88/627/CEE⁹⁴ para o artigo 20º do CVM⁹⁵. Dos considerandos desta diretiva, retira-se que, na falta de regulamentação em vários Estados-Membros da obrigação de informação aos investidores de participações qualificadas em sociedades

⁹¹ Domina-se, de igual modo, “os direitos de voto de que não se é titular se se puder determinar o modo como os respectivos titulares os devem exercer” – cfr. SILVA, 2004, p. 334.

⁹² Esta figura encontra cabimento legal no artigo 483º, nº2 do CSC, o qual equipara a titularidade própria e direta do capital social da sociedade à titularidade indireta de uma participação social nesta, conseguida através da interposição de terceiro. Assim, a titularidade jurídico-formal das ações é considerada suscetível de produzir os mesmos efeitos que a titularidade fáctico-material. – cfr. ANTUNES, José Engrácia (2002) – *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*. 2ª Ed., Coimbra: Almedina, p. 283; para JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, as situações de titularidade indireta são aquelas em que “[...]a situação do verdadeiro beneficiário económico é, para todos os efeitos, atuada por um terceiro, a quem é atribuída a qualidade de sócio.” in RESENDE, João Mattamouros (2010) – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Lisboa: Universidade Católica Editora, pp. 82 e 83.

⁹³ CÂMARA, 2016, p. 542.

⁹⁴ Diretiva relativa às informações a publicar por ocasião da aquisição ou alienação de uma participação importante numa sociedade cotada na bolsa.

⁹⁵ Note-se que, recentemente, a Diretiva 2013/50/EU do Parlamento Europeu e do Conselho alargou os casos de imputação de direitos de voto, com o acréscimo da relevância dos instrumentos financeiros equivalentes às ações.

abertas, esta se imporá, por motivos de ordem de confiança nos referidos investidores relativamente ao bom funcionamento do mercado.

Como ressalva PAULO CÂMARA:

O artigo 20º, nesta conformidade, faz relevar não apenas a titularidade do direito de voto mas também a influência no modo como o direito de voto pode ser exercido. É o equivalente mobiliário de uma norma de perigo abstracto-faz imputar direitos de voto a uma pessoa pelo perigo, abstractamente considerado, de esta influenciar o exercício do direito de voto, num conjunto de situações tipicamente definidas⁹⁶.

Assim, a *ratio* deste artigo não se prende somente com a determinação dos direitos de votos detidos pelos titulares formais dos valores mobiliários emitidos por essa sociedade, mas, de modo cada vez mais premente, por aqueles que, não tendo participação nenhuma, com toda a probabilidade podem determinar o sentido desse exercício⁹⁷. Nesta senda, o artigo 20º do CVM faz acrescer os direitos de voto detidos por terceiros à sociedade aos detidos pelos seus acionistas, através da implementação de critérios que façam presumir a probabilidade de os primeiros exercerem qualquer influência sobre os segundos⁹⁸.

Com vista, indiretamente, à aferição das várias técnicas de domínio da sociedade e, diretamente, de um “levantamento do véu” da verdadeira titularidade dos direitos de voto, o artigo 20º do CVM revela uma marcante preocupação com a titularidade indireta. Este artigo ocupa uma centralidade que lhe permite ser o ponto de partida para diversas funções.

Note-se que este mecanismo obedece a um “princípio da dupla imputação ou da imputação repetida⁹⁹”, significando que os direitos de voto, de acordo com os critérios constantes do artigo 20º, serão imputados, quer ao titular material, quer ao titular direto. Não obstante, na Assembleia Geral apenas um exercerá os direitos de voto.

⁹⁶ CÂMARA, 2016, p. 543.

⁹⁷ De acordo com MANUEL REQUICHA FERREIRA, este artigo comporta dois grandes objetivos. O primeiro, o de proporcionar ao mercado “[...] uma imagem verdadeira da “influência e equilíbrio de poderes existente na sociedade cotada [...]” – cfr. SCHNEIDER (2010) in ASSMANN, Heinz-Dieter/SCHNEIDER, Uwe H. (Hrsg.) - *Wertpapierhandelsgesetz Komplementar*, 5ª ed., Otto Schmidt Verlag, Köln, *apud* FERREIRA, 2015, p. 332, nota 1070. O segundo, o de informar, de imediato, o mercado acerca da detenção ou perda de participação qualificada, ainda que tal detenção seja meramente material.

⁹⁸ *Vide*, RIBEIRO, 2007, p. 16.

⁹⁹ Assim o qualifica SCHWARK, Eberhard/ ZIMMER, Lutz (2010) – (hrsg.), *Kapitalmarktrecht – Kommentar*, 4. Auflage, C.H.Beck, München *cit. por* FERREIRA, 2015, p. 334, nota 1075. Também, GONZALEZ, Pedro Boulousa – “Deveres de Comunicação de participações qualificadas” in *CadMVM*, nº 34, 2009, pp. 88-109, em especial, p. 100. Consult. em www.cmvm.pt.

A importância da transparência por detrás da titularidade dos direitos de voto está ainda patente no facto de a construção do artigo 20º ser realizada com recurso à técnica da presunção¹⁰⁰ inilidível, sendo que, uma vez verificada a ligação entre determinadas pessoas, é ficcionado que uma exerce influência sobre os votos de outra pessoa¹⁰¹. A doutrina, de forma praticamente unânime defende que, preenchida a *facti species* de qualquer das alíneas do artigo 20º, ocorrerá, necessariamente, a referida imputação de direitos de voto¹⁰². No entanto, para uma doutrina minoritária, esta presunção deveria ser analisada de forma relativa, valendo um juízo de ponderação¹⁰³. Na mesma ordem de ideias, surge PAULA COSTA E SILVA¹⁰⁴ a desfavor da automática imputação de direitos de voto a um sujeito, independentemente de este os influenciar ou não, que qualifica o artigo em análise de “esquema cego de imputações”. Neste âmbito, a mesma autora considera que a exceção patente no artigo 20º, nº5 do diploma em apreço, a qual permite a ilicção da presunção relativa aos acordos relativos à transmissão de ações desencadear influência, potencial ou efetiva do participante sobre a sociedade participada, mediante prova, deveria ter equivalente para todo o regime previsto ao longo do artigo 20º¹⁰⁵. Deste modo, a lei permite que se gerem resultados indesejáveis, pelos efeitos despoletados pelas previsões legais contidas nas alíneas do artigo 20º, que nem sempre correspondem à realidade.

Em suma, citando CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, procuramos resumir a finalidade do artigo em questão da seguinte forma: “[...]imputar ao participante os direitos de voto cujo exercício se considere ser por ele influenciado ou influenciável¹⁰⁶”. Significa, consideramos, que urge garantir que o funcionamento do mercado de capitais se paut

¹⁰⁰ “[...]ilações que a lei ou o julgador tira de um facto conhecido para firmar um facto desconhecido”, estatuídas no art. 349º do CC. As presunções absolutas são irrefutáveis, ao passo que as presunções relativas admitem prova em contrário (art. 350º, nº2 CC) – MACHADO, João Baptista (2011) – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*. Coimbra: Almedina, pp. 111 e ss.

¹⁰¹ Tal deve-se à “[...] intenção inconfessada de impedir que, em torno da imputação, surgissem litígios cuja apreciação careceria de prova e de resolução por meio de decisão fundamentada.” – cfr. BAPTISTA, Daniela Farto (2016) – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Porto: Universidade Católica Editora, p. 575.

¹⁰² *Idem*, p. 576.

¹⁰³ Cfr. SANTOS, Hugo Moredo (2011) – *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 374-377 *apud* BAPTISTA, 2016, p. 576, nota 1161.

¹⁰⁴ SILVA, Paula Costa e (2007) – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição* in AA. VV. - *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 243-282, em especial, pp. 279-282.

¹⁰⁵ *Ibidem*, p. 280.

¹⁰⁶ CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE (2000) – “A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, pp. 163-193, em especial, p. 167. Consult. em www.cmvm.pt.

por regras de transparência em relação ao controlo dos seus emitentes, proporcionando ao público-alvo garantias de segurança na informação prestada. Tudo isto terá aplicação prática nas matérias relativas à publicidade da aquisição e alienação de participações qualificadas, tendo em vista, nas palavras do mesmo autor, o “[...]combate às estratégias de conflito e de evasão”.¹⁰⁷

3.2. A obrigação de comunicação de participações qualificadas – suas vertentes.

Específico desta variante societária é o conceito de participação qualificada¹⁰⁸, a qual não se resigna a uma mera participação social, visto que a esta se alia a existência de algum domínio na sociedade. Por este motivo, estão-lhes associados deveres específicos, como o de comunicação, consignado no artigo 16º do CVM¹⁰⁹, que impõe o dever de comunicar a existência de participações qualificadas à sociedade participada e à CMVM¹¹⁰, por parte não só dos detentores formais de ações, mas também pelos detentores de facto de direitos de voto nessas sociedades, direitos esses que resultem da aplicação dos critérios elencados no artigo 20º do CVM¹¹¹. A necessidade do referido dever reside na importância conferida à informação que os acionistas e o mercado em geral devem deter acerca dos reais detentores do controlo da sociedade, colocando-se termo ao anonimato destes.

Esta necessidade de divulgação de participações sociais decorre da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro de 2004¹¹², relativa à harmonização dos requisitos de transparência, no que se refere às informações respeitantes aos emitentes cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, denominada Diretiva da Transparência. Esta procura incentivar a exatidão, completude e oportunidade das informações prestadas¹¹³. Da análise dos considerandos 1 e 2 da mencionada Diretiva, infere-se a importância em

¹⁰⁷ *Ibidem*.

¹⁰⁸ “[...]são aquelas que, ultrapassando certos patamares, isoladamente ou em conjunto, são susceptíveis de facultar algum poder na sociedade, ainda que não assegurem uma posição de domínio.” – cfr. ALMEIDA, 2013, p. 551.

¹⁰⁹ Enquanto no artigo 448º do CSC é imposto ao acionista que detenha um décimo, um terço ou metade do capital de uma sociedade, a comunicação desse facto à sociedade participada. Já o regime do artigo 16º, nº1 do CVM alastra esta obrigação aos titulares de participações iguais ou superiores a 10%, 20%, um terço, metade, dois terços e 90% dos direitos de voto de uma sociedade aberta.

¹¹⁰ Cfr. artigo 16º, nº1, a) do CVM.

¹¹¹ Como fundamenta, legalmente, o artigo 16º, nº1, b) do CVM.

¹¹² Veio substituir a mencionada Diretiva nº 88/627/CEE.

¹¹³ Cfr. considerando 1 da Diretiva 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de Dezembro de 2004.

proporcionar uma informação o mais verdadeira possível ao mercado no geral, com vista à elucidação acerca da situação patrimonial efetiva da sociedade emitente. Daqui se denota uma preocupação mais direcionada para os credores societários, os quais sofrerão, em primeira linha, os prejuízos da debilidade patrimonial da empresa. O mecanismo previsto na legislação comunitária foi, assim, o de promover uma informação constante aos investidores acerca de todas as alterações relativas à detenção de participações qualificadas¹¹⁴. Esta prática terá em vista a transmissão de confiança aos investidores acerca do funcionamento da sociedade e, desse modo, tutelar, igualmente, o mercado. Assim, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA¹¹⁵ considera existir um natural interesse dos acionistas acerca de quem possa vir a controlar a sociedade, na medida em que o valor das participações sociais destes dependerá, em grande medida, das relações de domínio nela existentes. Por sua vez, o público, cuja finalidade é levá-lo a uma tomada de decisão acerca da aquisição de ações na sociedade, deverá revestir-se de conhecimento sobre a configuração do poder na sociedade a investir. Podemos, então, aferir que o objetivo deste sistema de comunicação será o de garantir um mercado transparente, no qual os investidores da sociedade possam confiar as suas poupanças¹¹⁶. Este sistema associa-se a certas consequências resultantes da sua aplicação, como de seguida se verá.

3.2.1. O dever de lançamento de OPA

Outra das consequências associadas à imputação de votos do artigo *sub judice* é a obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição, doravante denominada de OPA¹¹⁷. No âmbito das ofertas públicas (art. 109º do CVM), podemos integrar as ofertas públicas de distribuição e as ofertas públicas de aquisição. Enquanto as primeiras constituem um movimento de dispersão do capital, no qual a sociedade coloca ao dispor do público as suas participações, num mercado primário; as segundas provocam uma concentração do capital, visto que o oferente, em troca das ações da sociedade, prestará uma contrapartida em dinheiro, num mercado secundário de valores mobiliários já

¹¹⁴ Cfr. Considerando 2 da Diretiva 2004/109/CE.

¹¹⁵ ALMEIDA, 2013, p. 562.

¹¹⁶ GONZALEZ, 2009, p. 100. Segundo o autor, os objetivos da norma patente no artigo 16º do CVM serão os de “[...] proteger o interesse dos restantes participantes e acionistas e dos órgãos sociais da sociedade e, por inerência, ao mercado, com o objetivo de evitar assimetrias informativas e permitir a transparência e o regular funcionamento do mercado.” E, concretamente, visará, “[...]permitir ao mercado saber quem está na posição de tomar decisões dentro da sociedade ou influenciar as decisões a tomar.”

¹¹⁷ A principal diferença entre a oferta pública e a privada prende-se com o facto de a primeira se dirigir a destinatários indeterminados – cfr. artigos 109º e 110º (relativo a ofertas privadas).

emitidos. As ofertas públicas de distribuição¹¹⁸ abarcam as ofertas públicas de subscrição, quando se pretende desencadear a emissão de valores mobiliários, no mercado primário; e, ainda, as ofertas públicas de venda, que visam a distribuição, agora num mercado secundário de valores mobiliários já emitidos. A oferta pública de aquisição engloba a oferta pública de aquisição (em sentido restrito) que terá como contrapartida uma prestação em dinheiro e, também, a oferta pública de troca, sendo que esta terá que coexistir com uma OPA e uma oferta pública de subscrição. Em sede de distinções, as OPAS, em função do objeto da oferta poderão qualificar-se como gerais quando englobem a totalidade dos valores mobiliários passíveis de subscrição ou aquisição, descontando os pertencentes ao oferente, ou parciais, cujo objeto é limitado¹¹⁹. Note-se que as ofertas obrigatórias são necessariamente gerais (cfr. art. 187º, nº1 do CVM). De facto, o dever de lançamento coloca o oferente num estado de sujeição, dada a regra da irrevogabilidade da proposta plasmada no artigo 130º do CVM. Ora, o facto de a OPA obrigatória ser incondicionalmente geral, desencadeia muitos mecanismos de fraude que a tentam contornar e, daí, a necessidade da sua regulação pormenorizada.

Com efeito, esta não é mais do que uma proposta de um titular de valores mobiliários, dirigida aos demais titulares, particularmente de ações¹²⁰, e cujo regime poderá ser encontrado nos artigos 173º e ss. do CVM¹²¹. A finalidade desta figura é a de garantir a repartição do prémio de controlo da sociedade, cabendo aos acionistas a decisão acerca da sua saída da sociedade ou a permanência nesta, sujeita à formação de uma nova maioria de controlo. No fundo, como salienta PAULO CÂMARA¹²², estamos perante “decisões de desinvestimento”. Destarte, nas sociedades abertas, qualquer pessoa detentora de ações, direta ou indiretamente, nos termos do artigo 20º do CVM, que

¹¹⁸ CÂMARA, 2016, pp. 587 e ss.

¹¹⁹ *Idem*, p. 599.

¹²⁰ “A oferta pública de aquisição ou de troca permite a uma pessoa moral ou física efectuar uma proposta a todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade, publicamente e durante um determinado prazo, para comprar a um preço fixo ou trocar de acordo com uma paridade determinada, todos ou parte dos títulos de que são proprietários. A oferta pública de aquisição é portanto uma técnica de aquisição de valores mobiliários que pode permitir obter o controlo de uma sociedade, conhecendo antecipadamente o custo da operação e respeitando o princípio da igualdade entre os destinatários.” - cfr. GARCIA, Augusto Teixeira (1995) – *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*. Studia Iuridica 11, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 9-10; *Vide*, também, ALMEIDA, 2013, pp. 584 e ss.

¹²¹ Tendo como finalidade a harmonização comunitária de regimes, foi aprovada a Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do conselho, de 21 de abril de 2004, doravante designada por Diretiva das OPAs.

¹²² CÂMARA, 2016, p. 595.

ultrapassem um terço¹²³ ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social, ficará sujeita a uma obrigação de lançamento de OPA sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição¹²⁴. O valor das percentagens fixadas na lei sobre cuja detenção impende o dever de lançar uma OPA reside no facto de, dada a dispersão do capital, bastar a detenção de uma reduzida percentagem de capital para ser possível dominar a sociedade.

Contudo, MANUEL REQUICHA FERREIRA¹²⁵ considera que este sistema não é isento de críticas, uma vez que é “[...] irrelevante para efeitos de OPA obrigatória o facto de o acionista exercer um controlo efectivo da sociedade, [...] se a sua participação não ultrapassar as percentagens fixas de direitos de voto legalmente previstas.” Conclui este autor que “[...]pode haver controlo para efeitos de OPA obrigatória sem que haja controlo material efectivo[...]” e, inversamente, “[...]pode existir, na prática, um controlo efectivo sem que haja dever de lançamento¹²⁶”. No entanto, o acionista poderá isentar-se desta obrigação, lançando mão do mecanismo previsto no artigo 187º, nº2, em que faz prova à CMVM de que não exerce domínio na sociedade, nem com esta se encontra numa relação de grupo, uma vez ultrapassado o limite de um terço. Esta figura é regida pelos princípios da igualdade de tratamento e pelo princípio da estabilidade da

¹²³ Também no direito alemão é previsto que o controlo é detido por titulares, de pelo menos, 30% dos direitos de voto da sociedade visada (§ 29 (2) do Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz) – cfr. SILVA, 2007, p. 247. Situação idêntica ocorre no ordenamento jurídico inglês, em que a *Rule 9.1* do City Code estabelece que os detentores de, pelo menos, 30% ou a partir de 50% dos direitos de voto ficarão incumbidos de lançar uma oferta pública de aquisição, por se presumir que possuem interesse em controlar a respetiva sociedade - cfr. PEARSON, Christopher/ADAMS, Nick (2009) – *Mandatory and voluntary offers and their terms*, in BUTTON (ed.) *A practitioner's guide to the City Code on Takeovers and Mergers* 2009/ 2010, City & Financial Publishing cit. por FERREIRA, 2015, p. 312, nota 1005. O ordenamento francês preceitua, no art. 234-2 do Règlement de l'AMF, o dever de lançamento aquando da detenção de 30% do capital que confira direitos de voto a pessoa singular ou coletiva (cfr. Rapport du groupe de travail, AMF, 2008, p. 32 apud FERREIRA, 2015, p. 312, nota 1005). De forma similar, a jurisdição espanhola considera existir uma aquisição de controlo no caso de detenção de participação, direta ou indireta, igual ou superior a 30% dos direitos de voto (art. 131º, nº1 LMV) ou, alternativamente, no caso de participação inferior, prevê a designação de um número de administradores que represente mais de metade do número de membros do órgão de administração da sociedade (art. 131º, nº1, *in fine*, da LMV). Note-se que este artigo corrobora o art. 4º, nº1 do RD 1066/2007, o qual, por seu turno, na alínea b) exigia que a referida designação dos membros do órgão de administração tenha ocorrido nos 24 meses seguintes à aquisição da participação.

Finalmente, a jurisdição italiana difere ligeiramente deste panorama, uma vez que no art. 106 comma 1 do TUF, o dever de lançamento de OPA é imposto nos casos em que seja detida uma percentagem superior a 30% do capital social, representado por ações - cfr. PICONE, Luca (1999) – *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Quaderni di Giurisprudencia Commerciale*. Milano: Giuffrè Editore, pp. 186- 189 cit. por FERREIRA, 2015, p. 313, nota 1005.

¹²⁴ Cfr. art. 187º do CVM.

¹²⁵ FERREIRA, 2015, pp. 321 e ss.

¹²⁶ Da mesma opinião, cfr. SILVA, 2008, pp. 570-571 apud FERREIRA, 2015, p. 322.

oferta pública¹²⁷. Deste modo, o primeiro princípio elencado visa a igualdade no acesso à informação de todos os destinatários da oferta, com previsão legal no artigo 112º do CVM. O segundo quer significar que o conteúdo da oferta se deverá manter tendencialmente intocável na pendência desta. Este princípio aflora no da irrevogabilidade da oferta, iniciando-se este antes da aceitação do destinatário. Das vantagens associadas a esta figura encontra-se o facto de o interessado se dirigir diretamente aos acionistas, não incorrendo em negociações diretas com a sociedade, através de uma única operação¹²⁸. Por seu turno, o inconveniente deste mecanismo, conducente à aquisição de controlo de uma sociedade prende-se com a irrevogabilidade da proposta. De facto, o oferente encontrar-se-á vinculado à sua proposta inicial, o que poderá acarretar desvantagens patrimoniais quanto ao seu investimento.

Consequentemente, através do cumprimento desta obrigação de lançamento de OPA, resultará a perda da qualidade de sociedade aberta¹²⁹ e, por inerência, das especificidades a esta associadas. Esta perda de qualidade é causada uma vez que o capital deixa de estar disperso, conforme resulta do art. 27, nº1, a) do CVM. Os seus efeitos constam do artigo 29º do CVM, designadamente, a exclusão da negociação em mercado regulamentado, pelo que a sociedade deixará de ser regulada pelo CVM.

3.3. Análise do regime do artigo 20º

Prosseguimos com uma análise artigo 20º. A alínea a) do artigo em apreço permite que os direitos de voto detidos por terceiros, em nome próprio, mas por conta do participante, sejam computados aos inerentes às ações detidas pelo participante na sociedade¹³⁰. Neste caso, A possui 10% de ações com direito de voto (titularidade direta). Por seu turno, B detém votos por conta de A, mas em seu nome, verificando-se que, embora os efeitos jurídicos se traduzam na esfera de B, os efeitos económicos se refletem na esfera de A. Por este motivo, a lei presume que A irá influenciar a forma como B exerce os seus direitos¹³¹. Assiste-se, então, à presença de uma titularidade

¹²⁷ Para mais desenvolvimentos acerca destes princípios, *vide*, CÂMARA, 2016, pp. 576 e ss.

¹²⁸ Assim, GARCIA, 1995, p. 17.

¹²⁹ Tal se dará, por força do artigo 27º, nº1, a) do CVM. O fundamento da perda de qualidade basta-se com a perda de necessidade em conferir proteção aos detentores dos restantes 10% do capital, uma vez que não exerceram a possibilidade de desvinculação à sociedade – cfr. SILVA, 2004, pp. 341 e 342.

¹³⁰ Tratam-se de situações como é o caso da comissão (art. 266º do CCom) ou do mandato sem representação – cfr. ALMEIDA, 2013, p. 554.

¹³¹ Segundo PAULA COSTA E SILVA, “[...]aquele que suporta os riscos económicos, exerce, regra geral, influência decisiva no modo como o titular das ações exerce o seu direito de voto.” – cfr. SILVA, 2007, p. 257.

indireta dos direitos de voto, personificada na detenção por conta de outrem. Nestas situações e segundo JOÃO MATTAMOUROS RESENDE “[...]o verdadeiro titular dos valores mobiliários esconde-se por detrás de outrem que, para todos os efeitos, se comporta como titular da participação societária [...] Na verdade, porém, não passa de um testa de ferro: a sua atuação é, toda ela, funcionalizada por e para outrem, verdadeiro sócio oculto¹³².” Trata-se, portanto, de uma atuação que, embora realizada em nome próprio, causará os seus efeitos, pelo menos os económicos, na esfera de outrem, o natural interessado¹³³. Deste modo, verifica-se que existe uma certa associação desta figura a uma transferência do risco económico, o que, todavia, nem sempre corresponderá à realidade¹³⁴. Verdadeiramente, a “[...] cisão entre a titularidade “formal” e a titularidade “económica” [...]”¹³⁵ nem sempre será suportada, na totalidade por terceiro, podendo este suportar esse risco de maneira irrisória. Neste sentido, apesar do natural controlo que, no exemplo dado, A possa exercer sobre B, tal não será, necessariamente, absoluto, pelo que poderão vir a ser imputados direitos de voto a quem, na verdade, não exerceu qualquer influência nestes¹³⁶.

Já a alínea b) do artigo em análise pressupõe que se considere, primeiramente, a existência de uma relação de domínio. Esta dá-se, nos termos do artigo 21º do CVM que comporta que se se verificar a existência de uma relação entre pessoa singular ou coletiva¹³⁷, independentemente de o domicílio se situar em Portugal, sendo possível exercer uma influência dominante direta ou indiretamente sobre o participante. Assim, são imputados ao participante os direitos de voto detidos por sociedades que com este se encontrem em relação de domínio ou de grupo. Importa, neste âmbito, destacar o conceito de influência dominante, o qual não se encontra adstrito à letra do artigo 21º, nº2 do CVM constituindo, antes, uma cláusula geral¹³⁸.

¹³² RESENDE, 2010, p. 99.

¹³³ *Idem*, p. 105.

¹³⁴ *Idem*, pp. 120 e ss.

¹³⁵ Nas palavras de OSÓRIO DE CASTRO - cfr. CASTRO, 2000, p. 171.

¹³⁶ No sentido de que a delimitação dos direitos de voto se pode tornar excessiva, leia-se, CÂMARA, 2016, p. 543.

¹³⁷ Contrariamente ao regime previsto para as sociedades fechadas, no CSC, cfr. artigo 481º do referido diploma.

¹³⁸ De acordo com ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, esta não pressuporá a detenção da maioria dos direitos de voto, podendo ser efetiva ou potencial *in* ALMEIDA, 2013, p. 541.

Os acordos parassociais¹³⁹ de voto são objeto da alínea c) do mencionado artigo. Sempre que um sócio tenha celebrado um acordo referente ao exercício dos seus direitos de voto, os votos serão imputados ao terceiro participante no acordo social, salvo se desse acordo resultar a vinculação às instruções desse terceiro. Esta situação difere da circunstância de titularidade aparente, visto que é o próprio sócio quem incorre no risco económico da sua participação social. Neste caso, apenas se verifica que a orientação do voto ficará subordinada às instruções de terceiro¹⁴⁰. Saliente-se que, contrariamente ao que ocorria na Diretiva 88/627/CEE¹⁴¹, esta alínea do artigo 20º do CVM não exige que o acordo adote a forma escrita. Tal se justificará com o facto de as partes acordantes não pretenderem publicitar o seu vínculo a terceiros¹⁴². Estes acordos, quando visem adquirir, manter ou reforçar uma participação qualificada numa sociedade aberta ou inclusivamente frustrar o êxito de uma OPA terão de ser comunicados à CMVM, no prazo de três dias a contar da sua celebração, sob pena de anulação das deliberações tomadas, conforme resulta do regime do artigo 19º do CVM. Contudo, é possível submeter esta deliberação ao chamado “teste de resistência”, isto é, provar que esta teria sido adotada mesmo sem esses votos, ou seja, se descontados os votos emitidos no âmbito do acordo, a deliberação continuasse a ter maioria suficiente para ser aprovada. Exemplificando, A celebra um acordo de voto com C e D, em que todos assentem seguir as instruções de C. Por força da alínea em apreço, os votos que A detenha são imputados a C, bem como serão os de D. Portanto, a C, para além de lhes serem imputados os votos decorrentes da sua titularidade direta, serão, de igual modo, imputados os dos participantes com os quais celebrou um acordo parassocial. Para que o teste de resistência seja superado, esta deliberação teria que contar com os votos a favor dos restantes sócios da sociedade que, juntamente com C, perfizessem a maioria exigível para que tal deliberação fosse válida, nos termos dos artigos 383º e 386º do CSC. A situação seria distinta no caso de o acordo celebrado ter estabelecido que os participantes votassem no sentido que melhor lhes aprouvesse. Neste cenário, estaríamos perante um caso de imputação bilateral, em que os três sujeitos ficariam, entre eles, a deter influência do conjunto dos seus direitos de voto.

¹³⁹ Estes encontram expressão legal no artigo 17º, nº 1 do CSC, sendo necessário que as partes tenham assumido uma vinculação relativa ao modo de exercício do direito de voto.

¹⁴⁰ ALTMANN, Sofia (2013) – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais - Em especial o Acordo para o Exercício do Direito de Voto*. Tese de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios. Porto, Escola de Direito da Universidade Católica Portuguesa, p. 22.

¹⁴¹ Cfr. art. 7º da Diretiva do Conselho de 12 de dezembro de 1988, *supra cit.*

¹⁴² Neste sentido, ALTMANN, 2013, p. 29.

O próximo caso de imputação de direitos de voto encontra-se previsto na alínea d) do mesmo artigo e apenas é aplicável quando o participante seja uma sociedade. Nesta situação, são considerados os votos pertencentes aos titulares dos órgãos administrativos e fiscalizadores. A *ratio* desta hipótese legal será a assunção de que quem controla a sociedade participante, influenciará o sentido de voto que esta exerça na sociedade participada¹⁴³. Acresce a este regime a circunstância de ao participante corresponderem ações que ele possa adquirir em virtude de acordo celebrado com terceiros, como estabelece a alínea e) do preceito. Esta alínea engloba os contratos-promessa de compra e venda de ações, bem como os futuros e opções, admitindo que os votos dessas ações já serão influenciados em função da vontade de um possível comprador¹⁴⁴. No âmbito da alínea f) do artigo em estudo, serão, ainda, computados os direitos de voto inerentes a ações detidas em garantia pelo participante. Estão, também, previstas as situações de atribuição ao participante de poderes discricionários para o exercício de direitos de voto de terceiros (art. 20º, nº1, g¹⁴⁵). Estão incluídas, na alínea g), os casos de *empty voting*, ou seja, quando são concedidas procurações com poderes discricionários para o voto. As situações abrangidas na alínea g) distinguem-se da celebração de acordos parassociais, na medida em que, nestes últimos, alguém decide o sentido de voto, enquanto nos casos da alínea *sub judice* é facultado o poder de exercício de direitos de voto no sentido desejado, sendo a imputação feita unilateralmente ao representante do titular. Dedicaremos, doravante, maior atenção ao conceito de exercício concertado de influência. A alínea h) do artigo 20º pode ser desdobrada em duas partes, a saber, imputam-se os direitos de voto “detidos por pessoas que tenham celebrado algum acordo com o participante que vise adquirir o domínio da sociedade ou frustrar a alteração de domínio” e, por seu turno, destina-se aos elementos que constituam um “instrumento de exercício concertado de influência sobre a sociedade participada.” Os casos a abranger pela primeira parte da alínea serão, geralmente, os acordos de aquisição de ações ou de não venda. Por exemplo, A e B obrigam-se a comprar 5% de ações cada um, consubstanciando-se numa imputação bilateral. A posição de ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA vai no sentido da inutilidade desta parte da alínea, a qual já teria consagração legal na alínea c) deste

¹⁴³ ALMEIDA, 2013, ob. cit. p. 544.

¹⁴⁴ A entrada em vigor da Lei nº 104/ 2017, de 30/08, levou ao desdobramento da alínea e) em duas subalíneas, passando, assim, a abranger expressamente os acordos que confirmam o direito incondicional ou a opção de adquirir, por força de acordo vinculativo, ações com direitos de voto já emitidos.

¹⁴⁵ Esta alínea teve origem na Diretiva nº2004/109/CE, alínea h).

preceito¹⁴⁶. Por outro lado, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE procede a uma destrição relativamente aos acordos a incluir nas alíneas c) e h), dado que considera que quando estes são reduzidos a escrito terão cabimento legal na alínea c) do preceito¹⁴⁷. Por seu turno, PAULA COSTA E SILVA considera que qualquer acordo determinante do exercício concertado de influência que lance mão do direito de voto e que, através deste, se verifique um impedimento na alteração de domínio ou na sua aquisição serão imputados aos participantes por via da alínea c), sempre que estes acordos possuam natureza vinculativa. Neste sentido, a alínea h) terá aplicação nas circunstâncias em que o mecanismo utilizado seja outro que não o direito de voto, como meios jurídico-societários¹⁴⁸. Cabe, agora, analisar a segunda parte, a clarificação do entendimento de exercício concertado de influência presente no artigo 20º, nº4¹⁴⁹ deste diploma que estabelece que os acordos relativos à transmissibilidade das ações constituem instrumentos de exercício concertado de influência¹⁵⁰. Para a maioria da doutrina, a atuação concertada apenas está patente nesta alínea, porém, para DANIELA BAPTISTA¹⁵¹, todo este regime se refere a práticas concertadas, consubstanciando uma cláusula geral, na qual poderá ser abrangido o que não tem consagração expressa noutras alíneas. Tratando-se de uma atuação em concertação, pressuporá, naturalmente, uma imputação bilateral, ou seja, a ambas as partes serão imputados os direitos de voto.

Importa destacar, neste âmbito, a definição comunitária de atuação em concertação, para efeitos da Diretiva das OPAs, a qual se encontra no artigo 2º, nº1, d), definida deste modo: “[...]pessoas singulares ou coletivas que cooperam com o oferente ou com a sociedade visada com base num acordo, tácito ou expresso, oral ou escrito, tendo em vista, respetivamente, obter o controlo da sociedade visada ou impedir o êxito de uma OPA”. Daqui resulta a irrelevância no modo pelo qual o acordo é formulado, o que para

¹⁴⁶ ALMEIDA, 2013, pp. 560 e 561.

¹⁴⁷ RESENDE, 2010, pp. 183 e ss.

¹⁴⁸ Cfr. SILVA, 2007, pp. 276 e 277.

¹⁴⁹ Da opinião de que estes acordos já estariam abrangidos pela alínea e), distinguindo, portanto, os casos aplicáveis ao preceito do artigo 20º, nº4 como os votos imputáveis àqueles já detidos por quem celebra o acordo e já não aqueles que o contraente do acordo venha a adquirir de terceiro. – *Idem*, p. 277.

¹⁵⁰ Esta presunção apenas poderá ser ilidida perante a CMVM, mediante prova de que a relação estabelecida com o participante é independente da influência, efetiva ou potencial, sobre a sociedade participada (artigo 20º, nº5 do CVM).

¹⁵¹ BAPTISTA, 2016, pp. 199 e ss.

DANIELA BAPTISTA¹⁵², dará azo a uma multiplicidade de situações abrangentes e, por conseguinte, a uma grande incerteza jurídica.

A inserção do conteúdo da alínea i) no artigo em análise vem considerar, igualmente, imputáveis ao participante os direitos de voto inerentes a ações subjacentes a instrumentos financeiros detidos pelo participante, indexados às ações mencionadas na alínea e).

Terminamos a análise do preceito com a referência à imputação em cadeia, prevista na alínea j), que segundo PAULA COSTA E SILVA¹⁵³, dever-se-á prosseguir “[...]até onde for necessário para que se determine quem domina, efetivamente, a sociedade visada”. Contudo, haverá que ressaltar que a imputação apenas deverá ter lugar nos casos em que seja exercido um domínio efetivo e não uma mera presunção deste. Deste modo, critica-se o sistema instituído pelo artigo 20º do CVM, o qual, devido às dificuldades de prova atinentes à detenção da titularidade direta, acaba por estabelecer presunções de domínio, as quais poderão não ter fundamento real.

3.4. Relação ao artigo *sub judice* com a proteção do mercado

Em jeito de súmula do que foi apresentado quanto ao artigo 20º do CVM, fiquemos com as palavras de PAULA COSTA E SILVA¹⁵⁴:

[...]a razão de semelhante imputação reside na necessidade de atingir o controlo real e efectivo de uma sociedade aberta. Se esta for controlável através de direitos de voto, mais importante do que saber a quem pertencem formalmente esses direitos, é saber quem tem legitimidade para o respectivo exercício de modo discricionário. Ou seja, mais importante do que o plano formal da titularidade é o plano do controlo do modo e do sentido do exercício do direito de voto.

Desta citação aferimos que, dada a importância, já analisada, do direito de voto e as necessidades de proteção de que carecem os investidores nas sociedades de capital, estamos perante muitas relações de poder, que não permitem o conhecimento de quem exerce o poder efetivo na sociedade. Ora, a troca de informações, como se viu, é fundamental para levar os potenciais aforradores a confiarem a aplicação das suas poupanças na aquisição de ações sociais. Para tal, importará pôr a descoberto quem detém o real controlo da empresa, de modo a que os deveres de informação a esses

¹⁵² *Idem*, p. 46.

¹⁵³ SILVA, 2007, p. 279.

¹⁵⁴ *Idem*, p. 247.

atinentes não sejam omitidos. Por acréscimo, e na possibilidade de podermos estabelecer um paralelismo entre a finalidade subjacente ao artigo 20º do CVM quanto a outro mecanismo legal societário, julgamos que a escolha recai sobre a figura do “levantamento do véu” da pessoa jurídica societária. De facto, desconsiderando a personalidade jurídica de uma sociedade, serão postos a descoberto os reais interesses escondidos no seu interior, tal como refere JOSÉ HURTADO COBLES. O autor espanhol afirma que o mecanismo de imputação de direitos de voto é um “[...]instrumento para evitar el fraude e impedir que, a través de un mecanismo formalmente correcto, se produzca un resultado materialmente antijurídico¹⁵⁵”. E acrescenta que “[...]el conjunto de actos jurídicos públicos dirigidos a sacar a la luz (o poner de relieve) una realidad ocultada mediante maniobras dirigidas a exonerar a un sujeto de sus obligaciones legales”. Do mesmo modo, o regime de imputação de direitos de voto visa separar a realidade formal da material. Parece-nos, assim, que o objetivo inerente a ambos os regimes acaba por ser o mesmo, pois resulta no “desmascarar” da verdadeira situação societária e faz repercutir as consequências associadas a esta realidade.

¹⁵⁵ HURTADO COBLES, José (2000) – *La doctrina del levantamiento del velo societario - Estudio práctico sobre su aplicación por los tribunales españoles*. Barcelona: Atelier Editorial, pp. 61 e ss.

Conclusão

No decorrer do presente trabalho deu-se a conhecer as características das sociedades abertas, como modo de previsão das consequências que o investimento neste tipo de sociedades poderá acarretar. Entre estas salienta-se a pluralidade de sócios, o desinteresse destes pelos assuntos de gestão, o reduzido controlo do órgão de administração o que, por conseguinte, exponencia os problemas de agência nesta tipologia societária.

A coexistência de vários tipos de sócios levará, igualmente, a um conflito de interesses interno, pelo que elencamos mecanismos tendentes à proteção dos acionistas minoritários, como a anulação da deliberação tomada por voto abusivo de algum sócio. Efetivamente, vimos a concluir que a lei societária proporciona aos pequenos investidores várias vias de proteção, como é o exemplo da possibilidade de exercer o voto por correspondência. Em sede de sociedades abertas, a vantagem de exercício desse direito sai, até, reforçada, pela impossibilidade da sua derrogação em certas matérias.

A referência aos modelos de governação emergiu da assunção de que esta é mister para que exista um controlo da atuação dos administradores, uma vez que terá reflexos numa panóplia de sujeitos que se encontra ligada à sociedade.

As necessidades de estabelecimento de relações transparentes entre sociedade e acionistas saem reforçadas com a transposição da Diretiva 2017/828, a qual reforça a existência de comunicações entre ambas as partes, através da obrigatoriedade de identificação dos acionistas, pelo que o já incentivado exercício ao direito de voto pela legislação societária nacional, encontra um redobrar da sua efetividade.

Por último, através da análise do artigo 20º, como meio encontrado pelo legislador para aferir das situações de titularidade indireta existentes no seio da sociedade aberta, encontramos as circunstâncias da interposição de terceira pessoa, a celebração de acordos parassociais ou, ainda, a atuação concertada. Como se sabe, a finalidade deste artigo é a de proporcionar clareza quanto à pessoa dos sócios que investem nestas sociedades¹⁵⁶, de modo a proteger o mercado de capitais. Não obstante, o método

¹⁵⁶ Quanto à importância da revelação da identidade das pessoas que controlam ou estão em condições de controlar a sociedade, para o melhoramento da sua imagem do mercado, *vide*, FLORES DOÑA, María de La Sierra (1999) – “Transparencia del Mercado: Adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas”, in AA. VV. – *Instituciones del mercado financiero: mercado de valores*. Volume II (Mercado Primario, Mercados Secundarios). Madrid: La Ley, pps. 4662-4754. Consult. em <http://eprints.ucm.es>.

utilizado acaba por imputar direitos de voto a quem não os exerce, não se alcançando, assim, o propósito inerente ao artigo, que é o de determinar quem possui o real poder de domínio destas sociedades.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de (2016) – *Curso de Direito Comercial: Das Sociedades*. Volume II, 5ª Ed., Coimbra: Almedina.

ALEXANDRE, Isabel (2004) – “Investidor institucional, não institucional equiparado e investidor comum”, in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume V, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 9-27.

ALMEIDA, António Pereira de (2002) – “Estrutura organizatória das sociedades” in AA.VV. - *Problemas do Direito das Sociedades*, Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho. Coimbra: Almedina.

ALMEIDA, António Pereira de (2013) - *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados: As Sociedades Comerciais*. Volume I, 7ª Ed., Coimbra: Coimbra Editora.

ALTMANN, Sofia (2013) – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais - Em especial o Acordo para o Exercício do Direito de Voto*. Tese de Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios. Porto, Escola de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

ANTUNES, José Engrácia (2015) – *Direito das Sociedades*. 5ª Ed., Porto: Edição de Autor.

ANTUNES, José Engrácia (2002) – *Os Grupos de Sociedades – Estrutura e Organização Jurídica da Empresa Plurissocietária*. 2ª Ed., Coimbra: Almedina.

BAPTISTA, Daniela Farto (2016) – *A Atuação Concertada como Fundamento de Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Porto: Universidade Católica Editora.

BRITO, Vera / Margarida ABREU – “Uma nova medida de confiança: Estudo Empírico para Portugal” in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009, pp. 37-53. www.cmvm.pt.

CÂMARA, Paulo (2016) – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª Ed., Coimbra: Almedina.

CASTRO, Ana Reis (2016) - *A Imputação de Direitos de Voto nos termos do Artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários*. Tese de Mestrado em Direito das Empresas e dos Negócios. Porto, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa.

CASTRO, Carlos Osório de (2000) – “A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, pp. 163-193. Consult. em www.cmvm.pt.

COLUSSI, Vittorio/ Paolo ZATTI (1986) – *Diritto Commerciale*. Padova, Cedam – Casa Editrice Dott. Antonio Milani, pp. 121-122.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes Cordeiro (2015) – *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume I, Coimbra: Almedina.

CORREIA, Luís Brito (1993) - *Os Administradores de Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina.

CUNHA, Paulo Olavo (2016) – *Direito das Sociedades Comerciais*. 6ª Ed., Coimbra: Almedina.

DIAS, Gabriela Figueiredo (2014) – “Financiamento e governo das sociedades (Debt Governance) (2014): o terceiro poder” in *III Congresso Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 360-383.

FERREIRA, Eduardo Paz (2001) – “A Informação no Mercado de Valores Mobiliários” in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume III. Coimbra Editora, pp. 137-159.

FERREIRA, Manuel Requicha (2015) – *Acordos de Aceitação e de Não-Aceitação de OPA*. Coimbra: Almedina.

FLORES DOÑA, María de la Sierra (1999) – “Transparencia del Mercado: Adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas”, in AA.VV. – *Instituciones del mercado financiero: mercado de valores*. Vol. II (Mercado Primario, Mercados Secundarios), Madrid: La Ley, pps. 4662-4754. Consult. em <http://eprints.ucm.es>.

GALLEGO CÓRCOLES, Áscensión (2013) – *La Intervención de la Junta General de Accionistas ante la Formulación de Adquisición de Acciones* in *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 39. 1ª Ed., Pamplona: Aranzadi.

GARCIA, Augusto Teixeira (1995) – *OPA: Da Oferta Pública de Aquisição e seu Regime Jurídico*. Studia Iuridica 11, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Coimbra Editora.

GOMES, Fátima (2007) – “Reflexões em torno dos deveres fundamentais dos membros dos órgãos de gestão (e fiscalização) das sociedades comerciais à luz da nova redacção do artigo 64º do CSC” in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais – Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*. Vol. II, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, pp. 551-569.

GONZALEZ, Pedro Boulosa – “Deveres de comunicação de participações qualificadas” in *CadMVM*, nº 34, 2009, pp. 88-109. Consult. em www.cmvm.pt.

HURTADO COBLES, José (2000) – *La doctrina del levantamiento del velo societario - Estudio práctico sobre su aplicación por los tribunales españoles*. Barcelona: Atelier Editorial.

LATORRE CHINER, Nuria (2003) – *El administrador de Hecho en las sociedades de capital*. Colección Estudios de Derecho Mercantil. Granada: Editorial Comares.

MACHADO, João Baptista (2011) – *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*. Coimbra: Almedina.

MAIA, Pedro (2002) – *Função e funcionamento do conselho de administração da sociedade anónima*. Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra Editora.

MAIA, Pedro (2009) – *Voto e Corporate Governance: Um novo paradigma para a sociedade anónima*. Tese de doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais. s.n. Coimbra, Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

O’SULLIVAN, Mary A. (2010) - *Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford: Oxford University Press.

RESENDE, João Mattamouros (2010) – *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*. Lisboa: Universidade Católica Editora.

RIBEIRO, Maria de Fátima (2009) – *A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a “Desconsideração da Personalidade Jurídica”*. Coimbra: Almedina.

RIBEIRO, Maria de Fátima – “O papel do acionista empresário no governo societário”, in *Estudos Dedicados ao Professor Doutor Bernardo da Gama Lobo Xavier*, n.º especial da Revista Direito e Justiça (2015). Lisboa: UCP Editora, pp. 499- 534.

RIBEIRO, Maria de Fátima (2013) – “Os modelos de Remuneração dos Membros dos Órgãos de Administração das Sociedades Comerciais e as Comissões de Remunerações” in PINTO, José Costa (Coord.) *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal, Volume Comemorativo do X Aniversário do Instituto Português de Corporate Governance*. Coimbra: Almedina, pp. 51-100.

RIBEIRO, Maria de Fátima (2007) – *Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira* in AA. VV. - *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 11-29.

SANTOS, Gonçalo Castilho dos (2000) – “O voto por correspondência nas sociedades abertas”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº7, p. 157. Consult. em www.cmvm.pt.

SILVA, Artur Santos e, *et al.* – “Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal” in *IPCG*, 2006. Consult. em www.cgov.pt.

SILVA, Paula Costa e (2007) – *A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição* in AA. VV.- *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*. Coimbra: Edições Almedina, pp. 243-282.

SILVA, Paula Costa e (2005) – *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório. s., n., Lisboa*.

SILVA, Paula Costa e (2004) – “Domínio da Sociedade Aberta e respectivos efeitos”, in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários, Volume V*. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 325-342.

SILVA, Paula Costa e (2008) – “Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante”, in AA. VV. - *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. VIII, Coimbra: Coimbra Editora, pp. 541-571.

TRIUNFANTE, Armando Manuel (2004) – *A Tutela das Minorias nas Sociedades Anónimas – Direitos Individuais*. Coimbra: Coimbra Editora.

VAZ, João Cunha (2013) – *A OPA e o controlo societário: A Regra de Não Frustração*. Tese de doutoramento em Ciências Jurídico-Empresariais. Coimbra: Edições Almedina.

VIERA GONZÁLEZ, Arístides Jorge (2002) – *Las Sociedades de Capital Cerradas – Un Problema de Relaciones entre los Tipos SA y SRL* in *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*, nº 18. Navarra: Editorial Aranzadi.

VIZCAÍNO GARRIDO, Pedro (2015) - *El Interés Social como Fin de la Actividad Gestora de los Administradores de las Sociedades en Crisis: Acreedores frente a Socios* in *Revista Aranzadi de Derecho de Sociedades*. Monografía nº 44. 1ª Ed., Pamplona: Editorial Aranzadi.